

研究所

证券分析师:

夏磊 S0350521090004

xial@ghzq.com.cn

债务管理的国际经验

——财政专题研究报告之一

最近一年走势



相关报告

- 《中国式现代化下的主要产业发展方向 *夏磊》——2023-05-06
- 《开年看地产系列——三四线城市房地产市场怎么走? *夏磊》——2023-04-11
- 《金融月度数据能否反映房地产的热度? *夏磊》——2023-03-31
- 《什么是房地产新的发展模式? *夏磊》——2023-03-30
- 《开年看地产系列——二线城市房地产市场怎么走? *夏磊》——2023-03-16
- 《扩大内需的三大路径 *夏磊》——2023-03-11
- 《开年看地产系列——一线城市房地产市场有没有开门红? *夏磊》——2023-02-15
- 《2023年房地产市场展望(政策篇) *夏磊》——2023-01-07
- 《2023年房地产市场展望(需求篇) *夏磊》——2022-12-23
- 《2023年房地产市场展望(供给篇) *夏磊》——2022-12-21
- 《中央经济工作会议的六大政策内涵 *夏磊》——2022-12-18
- 《曙光乍现 *夏磊》——2022-12-10
- 《俄乌冲突之后的俄罗斯经济: 韧性和隐忧 *夏磊》——2022-11-12

债务是经济的加速器。在经济高速发展阶段，债务是热火朝天的居民消费、是迅猛发展的基础设施、是门庭若市的商品贸易往来，让身处其中的人们有更多的货币幻觉，让社会充满欣欣向荣的朝气。然而，当经济进入下行周期，债务是家庭背负的重担、是企业悬在头上的利剑、是银行避之不及的坏账。巨量债务也是经济不能承受之重。

债务不是洪水猛兽，我们应该用辩证和发展的眼光看待债务在经济社会发展中的作用，增长过快会反噬经济，增长过慢则会抑制社会发展。

从历史看，多数经济体在发展过程中都会面临债务问题，如何合理加杠杆、如何使得债务规模和经济增速相匹配、何时选择降杠杆、如何温和地降杠杆，是一个永恒的命题。

从国际视野看，只有少数极其自律的经济体未出现严重的债务问题，多数发达经济体都经历过债务增长和去化的周期，典型如美国次贷危机、美国大萧条、一战时期的德国债务危机，但都通过债务重组、债务展期、修改债务限额、提供流动性等方式顺利度过。

本报告主要从举债理念、化债举措、央地责任三个角度来梳理典型经济体的债务管理经验，以资借鉴。

■ 举债理念上，债务上限动态调整

美国不断上调债务上限。美国国会 1917 年首次设立债务上限制度以来，提高债务上限是美国国会的常规动作。1960 年以来美国已修改债务上限 78 次，具体包括永久上调、暂时延长、修改债务上限定义等多种方式。债务上限上调幅度大，20 世纪 80 年代债务上限由不到 1 万亿美元增加到 3 万亿美元；90 年代又接近翻番，由 1990 年初的 3.1 万亿美元提升到 1997 年的 5.95 万亿美元；2000 年代再次翻倍，由 2002 年的 6.4 万亿美元增至 2010 年的 14.3 万亿美元；2012 年初再次提至 16.4 万亿美元；2013 至 2019 年，美国国会已 7 次暂停债务上限，但允许财政部在此期间不受限制地发债，最近一次暂停始于 2019 年 8 月，债务上限约为 22 万亿美元；2021 年 8 月 1 日，债务上限恢复生效，10 月国会将债务上限上调至 28.88 万亿美元，12 月再次上调了 2.5 万亿至 31.38 万亿美元。当前美国再次面临突破债务上限，2023 年 6 月 2 日，美国国会参议院投票通过债务

《房地产这十年——六普七普数据对比 *夏磊》
——2022-09-23

《政策性银行发力促基建 *夏磊》——
2022-07-27

《从新生儿数量看入学压力 *夏磊》——
2022-07-22

《平台经济如何发挥稳就业作用? *夏磊》——
2022-07-06

《下半年房地产政策展望 *夏磊》——
2022-06-23

《再论房地产的八大行业价值 *夏磊》——
2022-05-29

《基建哪些领域会超预期增长? *夏磊》——
2022-05-26

《稳增长四大基建发力点 *夏磊》——
2022-05-06

《稳增长的专项债进度如何? *夏磊》
——2022-03-22

《从政策松到市场稳要多久? *夏磊》
——2022-03-13

《服务新市民能否成为经济增长点? *夏磊》
——2022-03-07

《开年看地产：三四线城市房地产市场韧性如何 *
夏磊》——2022-02-14

《开年看地产：一线城市房地产市场韧性如何 *夏
磊》——2022-02-12

《开年看地产：二线城市房地产市场韧性如何 *夏
磊》——2022-02-08

《投资篇：稳增长靠什么？进度如何？ *夏磊》——
2022-01-17

《稳增长的“两新一重”》——2021-12-31

《预售资金如何才能良性循环 *夏磊》——
2021-12-20

《释放消费潜力的四大路径 *夏磊》——
2021-12-17

《中央经济工作会议的六大政策内涵 *夏磊》——
2021-12-11

《发展保障性租赁住房对投资有多大拉动? *夏
磊》——2021-12-08

《开发的落寞，物业的崛起——房地产行业年度策
略报告 *夏磊》——2021-11-30

《房地产市场下行，地方政府怎么办? *夏磊》
——2021-11-09

《房地产税有什么征收效果? ——国际版本研究
*夏磊》——2021-11-01

《房地产税征收会有什么影响? ——首批房产税

上限法案，按照立法程序，该法案将在总统拜登签字后生效。

■ **化债措施上，通过成立地方政府专门融资机构、偿债准备金、创新金融工具等应对债务危机**

日本地方政府共同出资成立“地方公共团体金融机构”，专为地方政府提供融资。日本地方政府不能自主举债，由中央政府规定地方举债规模和融资渠道。地方政府融资主要有四个渠道：中央政府、其他私有部门、公开发行业债券、日本地方公共团体金融机构（JFM）。其中，JFM 规模比重自 2015 年以来一直稳定在 15%~18%。根据 JFM 的 2022 年报统计，JFM 由 1789 个地方政府组织机构共同出资成立，通过在市场上发行低息的、最长期限可达 40 年的各类期限债券进行融资，然后将资金专门贷给地方政府，原则上每一笔地方借款必须得到内务大臣或都道府县知事同意。在风控上，JFM 要求至少留存 180 亿美元作为利率波动准备金，同时要求久期缺口不超过 2 年。在降低利息成本方面，JFM 从地方政府运营的各种比赛项目（赛马、自行车、摩托车和快艇）中获得部分收入，直接用于降低贷款利率。在信用评级方面，JFM 因政府背书，同时受中央、地方、审计机构共同监管，国际评级机构将 JFM 的评级与日本主权评级等同。截至 2022Q1，JFM 发行债券融资余额为 1642 亿美元，给地方政府贷款余额 1924 亿美元，占地方债务的 17.2%，留存利率波动准备金余额 236 亿美元，久期缺口为 0.32 年。

法国各级地方政府建立偿债准备金制度。法国是中央、大区、省和市镇四级行政管理体制，地方虽可自主举债，但中央政府依靠议会、审计法院、财政部、财政部派驻各地的财政监督机构对地方负债和财政状况进行直接监管。同时，各级地方政府需要在银行设立专户来举债，银行间接监督地方债务问题。在偿债方面，除了税收、借新还旧和各类转移支付外，法国各级地方政府均建立了偿债准备金制度，当地方无法偿还到期债务时，可先从偿债准备金中支付。

美联储创建新金融工具助力化解银行业危机。美国政府债券主要投资者包括美国商业银行和非银行性金融机构，美债风险与金融机构风险息息相关。受 2022 年 3 月以来美联储连续 10 次加息、累计加息幅度达 500BP 影响，今年 3 月以来硅谷银行、签名银行、第一共和银行相继破产倒闭，不断冲击美国其他地区性银行。3 月 12 日，美联储宣布推出新的流动性工具——银行定期融资计划（BTFP），以美国国债、机构债和抵押贷款支持证券等资产的面值计算资产价值进行抵押，向银行、储蓄协会、信用合作社等存款机构提供最长一年的贷款。同时，美国财政部将动用外汇稳定基金为 BTFP 提供 250 亿美元的信用保护。该工具既能缓解部分机构流动性压力，又能为美债等资产增信，避免机构在面临压力时被迫低价出售此类资产。截至 5 月 31 日，美联储通过 BTFP 提供的贷款达 936 亿美元。

■ **坚持中央不救助才能督促地方恪守财政纪律**

试点效果回顾 *夏磊》——2021-10-24

《房地产税要推出了吗? *夏磊》——2021-10-17

《实现共同富裕的房地产路径 *夏磊》

——2021-10-10

《房企债务周期形成及演化 *夏磊》 ——

2021-09-23

中央无限兜底，会变相刺激地方政府的过度举债行为，同时会导致金融机构等债务人盲目投资，过高估计地方债务的偿还能力，加剧债务风险的积累。只有中央严格遵守不救助原则，地方才能恪守财政纪律。但在极端情形下，中央会进行有条件的救助。以法国为例，当地方出现债务问题时，中央政府会还是先代为偿还，但原有的地方政府或议会被解散，新的地方议会和政府选举成立后再通过增税计划逐步偿还原有债务和中央政府代为偿还的资金。以欧洲 20 个样本国家为例，虽然多数国家也坚持中央不救助原则，但仍会参与救助，所有的中央政府救助都有一定的规则，如财政整顿、地方官员丧失自治权、地方官员为债务问题甚至负法律责任、地方官员或审计员失去工作或被取代等。

- **风险提示** 经济超预期波动，新冠病毒变异风险，地缘政治风险，产业政策不确定性，国际经验适用性风险等。

内容目录

1、 举债理念上，债务上限并非永恒不变.....	6
2、 化债措施上，通过成立地方政府专门融资机构、偿债准备金、创新金融工具等应对债务危机.....	8
2.1、 日本地方政府共同出资成立“地方公共团体金融机构”，专为地方政府提供融资.....	8
2.2、 法国各级地方政府建立偿债准备金制度.....	10
2.3、 美联储创建新金融工具助力化解银行业危机.....	11
3、 中央坚持不救助才能督促地方恪守财政纪律.....	12
4、 风险提示.....	13

图表目录

图 1: 日本地方政府融资结构中 JFM 比重	8
图 2: 截至 2022 年 3 月底日本地方政府 JFM 出资结构 (百万美元)	9
图 3: JFM 运行基本原理	9
图 4: JFM 地方贷款使用情况 (2022 年 3 月 31 日)	10
图 5: 美联储通过 BTFP 工具贷款余额变化	12
表 1: 1940 年以来美国债务上限历次调整	7
表 2: 2022 年 3 月以来, 美联储快速加息	11
表 3: 美联储 BTFP 工具介绍	12
表 4: 欧洲样本 20 国中央政府救助规则	13

债务是经济的加速器。在经济高速发展阶段，债务是热火朝天的居民消费、是迅猛发展的基础设施、是门庭若市的商品贸易往来，让身处其中的人们有更多的货币幻觉，让社会充满欣欣向荣的朝气。然而，当经济进入下行周期，债务是家庭背负的重担、是企业悬在头上的利剑、是银行避之不及的坏账。巨量债务也是经济不能承受之重。

债务不是洪水猛兽，我们应该用辩证和发展的眼光看待债务在经济社会发展中的作用，增长过快会反噬经济，增长过慢则会抑制社会发展。

从历史看，多数经济体在发展过程中都会面临债务问题，如何合理加杠杆、如何使得债务规模和经济增速相匹配、何时选择降杠杆、如何温和地降杠杆，是一个永恒的命题。

从国际视野看，只有少数极其自律的经济体未出现严重的债务问题，多数发达经济体都经历过债务增长和去化的周期，典型如美国次贷危机、美国大萧条、一战时期的德国债务危机，但都通过债务重组、债务展期、修改债务限额、提供流动性等方式顺利度过。

本报告主要从举债理念、化债举措、央地责任三个角度来梳理典型经济体的债务管理经验，以资借鉴。

1、举债理念上，债务上限并非永恒不变

美国债务上限是国会为联邦政府设定为履行已产生的支付义务而举债的最高额度，触及上限则意味着美国财政部借款授权用尽。除非国会调高债务上限，否则联邦政府无权继续举债。这一限额包含了几乎所有联邦债务，包括公众持有的约 24.6 万亿美元债券和约 6.8 万亿美元的政府借款。美国债务上限于 1917 年通过《第二自由债券法》首次设立，额度为 115 亿美元，目的是简化流程来方便政府举债。1939 年，国会通过了《公共债务法案》，首次制定几乎涵盖所有政府债务的总债务限额，设定为 450 亿美元。1941 年，所有联邦借款归入美国财政部，并将债务限额提高到 650 亿美元。

美国动态调整债务上限。提高债务上限是美国国会的常规动作，1960 年以来美国已修改债务上限 78 次，包括永久上调、暂时延长、修改债务上限定义。其中，在共和党总统任期内有 49 次，在民主党总统任期内 29 次。20 世纪 80 年代债务上限由不到 1 万亿美元增加到 3 万亿美元；90 年代又接近翻番，由 1990 年初的 3.1 万亿美元提升到 1997 年的 5.95 万亿美元；2000 年代再次翻倍，由 2002 年的 6.4 万亿美元增至 2010 年的 14.3 万亿美元；2012 年初再次提至 16.4 万亿美元；2013 至 2019 年，美国国会多次暂停债务上限，但允许财政部在此期间不受限制地发债，最近一次暂停始于 2019 年 8 月，债务上限约为 22 万亿美元；2021 年 8 月 1 日，债务上限恢复生效，10 月国会将债务上限上调至 28.88 万亿美元，12 月再次上调了 2.5 万亿至 31.38 万亿美元。

表 1: 1940 年以来美国债务上限历次调整

次数	调整时间	债务上限	调整幅度	次数	调整时间	债务上限	调整幅度	次数	调整时间	债务上限	调整幅度
1	6/25/1940	490	-	39	12/03/1973	4757	107	77	9/29/1987	28000	4480
2	2/19/1941	650	160	40	6/30/1974	4950	193	78	08/07/1989	28700	700
3	3/28/1942	1250	600	41	2/19/1975	5770	820	79	11/08/1989	31227	2527
4	04/11/1943	2100	850	42	6/30/1975	5770	0	80	08/09/1990	31950	723
5	06/09/1944	2600	500	43	11/14/1975	5950	180	81	10/02/1990	31950	0
6	04/03/1945	3000	400	44	3/15/1976	6270	320	82	10/09/1990	31950	0
7	6/26/1946	2750	-250	45	6/30/1976	6360	90	83	10/19/1990	31950	0
8	8/28/1954	2810	60	46	10/01/1976	6820	460	84	10/25/1990	31950	0
9	6/30/1955	2810	0	47	04/01/1977	7000	180	85	10/28/1990	32300	350
10	07/09/1956	2780	-30	48	10/01/1977	4000	-3000	86	11/05/1990	41450	9150
11	07/01/1957	2750	-30	49	10/04/1977	7520	3520	87	04/06/1993	43700	2250
12	2/26/1958	2800	50	50	3/27/1978	7520	0	88	08/10/1993	49000	5300
13	09/02/1958	2880	80	51	08/01/1978	4000	-3520	89	02/08/1996	49000	0
14	6/30/1959	2950	70	52	08/03/1978	7980	3980	90	03/12/1996	49000	0
15	6/30/1960	2930	-20	53	04/01/1979	4000	-3980	91	3/29/1996	55000	6000
16	6/30/1961	2980	50	54	04/02/1979	8300	4300	92	08/05/1997	59500	4500
17	3/13/1962	3000	20	55	9/29/1979	8790	490	93	6/28/2002	64000	4500
18	07/01/1962	3080	80	56	5/30/1980	8790	0	94	5/27/2003	73840	9840
19	04/01/1963	3050	-30	57	06/06/1980	8790	0	95	11/19/2004	81840	8000
20	6/25/1963	3000	-50	58	6/28/1980	9250	460	96	3/20/2006	89650	7810
21	5/29/1963	3070	70	59	12/19/1980	9351	101	97	9/29/2007	98150	8500
22	07/01/1963	3090	20	60	02/07/1981	9850	499	98	7/30/2008	106150	8000
23	8/27/1963	3090	0	61	9/30/1981	9998	148	99	10/03/2008	113150	7000
24	11/26/1963	3150	60	62	9/30/1981	10798	800	100	2/17/2009	121040	7890
25	6/30/1964	3090	-60	63	6/28/1982	11431	633	101	12/28/2009	123940	2900
26	6/29/1964	3240	150	64	9/30/1982	12902	1471	102	02/12/2010	142940	19000
27	6/24/1965	3280	40	65	5/26/1983	13890	988	103	08/02/2011	146940	4000
28	6/24/1966	3300	20	66	11/21/1983	14900	1010	104	9/21/2011	151940	5000
29	03/02/1967	3360	60	67	5/25/1984	15200	300	105	1/27/2012	163940	12000
30	6/30/1967	3580	220	68	07/06/1984	15730	530	106	2/4/2013	暂停	-
31	07/01/1968	3650	70	69	10/13/1984	18238	2508	107	10/17/2013	暂停	-
32	04/07/1969	3770	120	70	11/14/1985	19038	800	108	2/15/2014	暂停	-
33	6/30/1970	3950	180	71	12/12/1985	20787	1749	109	11/02/2015	198090	34150
34	3/17/1971	4300	350	72	8/21/1986	21110	323	110	9/08/2017	204560	6470
35	3/15/1972	4500	200	73	10/21/1986	23000	1890	111	2/09/2018	219880	15320
36	07/01/1972	4500	0	74	5/15/1987	23200	200	112	8/02/2019	暂停	-
37	10/27/1972	4650	150	75	7/30/1987	23200	0	113	10/14/2021	288810	68930
38	07/01/1973	4650	0	76	08/10/1987	23520	320	114	12/16/2021	313810	25000

资料来源：美国白宫，CRS，国海证券研究所

注：债务上限和调整幅度数据单位为“亿美元”。

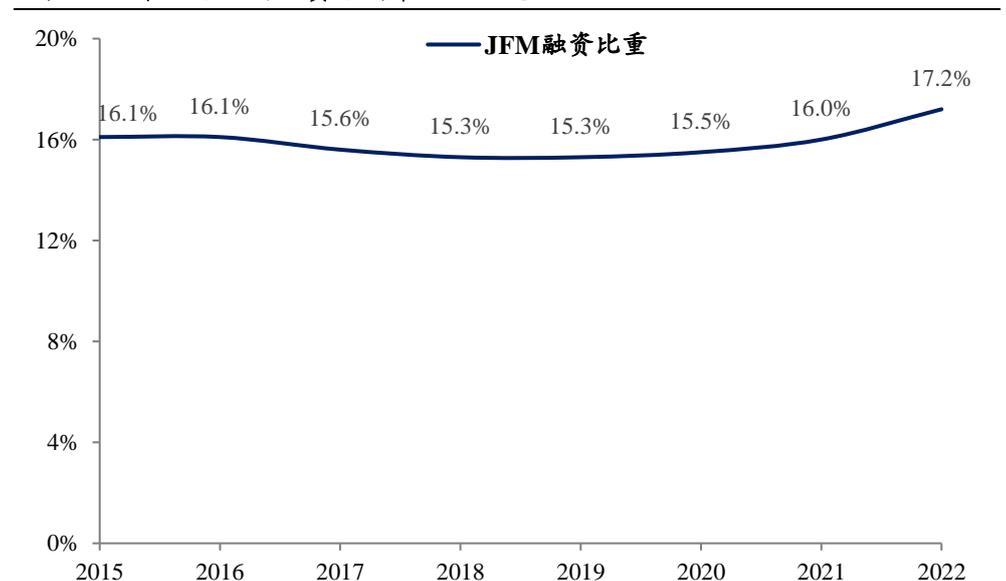
当前美国再次面临突破债务上限。2023年5月9日，美国总统拜登与国会两党领袖就债务上限问题举行会谈，美国财长耶伦也在呼吁国会同意提高债务上限。耶伦5月21日表示，6月1日是提高联邦债务上限的“硬性期限”，政府获得足够财政收入以撑到6月15日的可能性相当低。美国知名智库“两党政策研究中心”5月23日称，美国在6月2日至13日期间债务违约风险明显增加，美财政部将在6月初至8月初之间耗尽资金。5月28日美国总统拜登表示，已与众议院共和党籍议长麦卡锡就提高联邦政府债务上限达成最终协议，并正将该协议提交给国会两院投票。而麦卡锡对该协议获得国会通过的前景表示乐观，但他同时承认，协议“无法让每个人都满意”。5月31日，美国国会众议院投票通过一项关于联邦政府债务上限和预算的法案，暂缓债务上限生效至2025年年初，并对2024财年和2025财年的开支进行限制。6月2日，美国国会参议院投票通过债务上限法案，按照立法程序，该法案将在总统拜登签字后生效。

2、化债措施上，通过成立地方政府专门融资机构、偿债准备金、创新金融工具等应对债务危机

2.1、日本地方政府共同出资成立“地方公共团体金融机构”，专为地方政府提供融资

日本地方政府主要靠四类融资渠道。日本地方政府不能自主举债，由中央政府规定地方举债规模和融资渠道。日本《地方自治法》指出，地方政府借款的方式不仅包括公开发行的地方政府债券和私募发行的地方政府债券，还包括贷款，主要有四类融资渠道：中央政府、其他私有部门、公开发行债券、日本地方公共团体金融机构（Japan Finance Organization for Municipalities, JFM）。其中，JFM占地方政府融资总额的比重自2015年以来一直稳定在15%~18%。

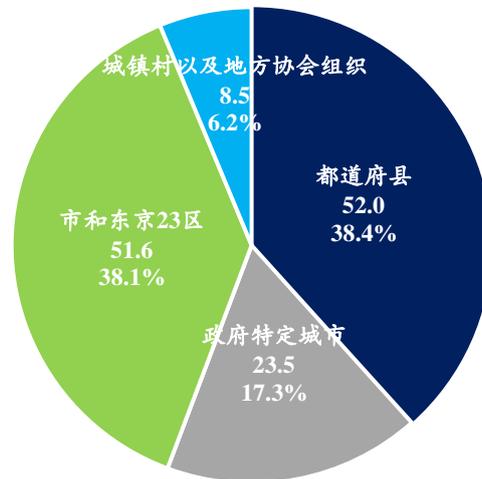
图 1：日本地方政府融资结构中 JFM 比重



资料来源：JFM，国海证券研究所

JFM 由日本地方政府共同出资成立。JFM 最初成立于 1957 年，是一家政府所有的金融机构，2008 年日本政治体制改革，新的 JFM 根据一项特殊法律成立，由 1789 个地方政府全资出资，包括所有的都道府县、市、东京 23 区、政府指定的城市、城镇村以及地方协会组织。尽管改革后其所有制结构发生了变化，但 JFM 继续在日本公共部门金融中发挥关键作用。

图 2：截至 2022 年 3 月底日本地方政府 JFM 出资结构（百万美元）

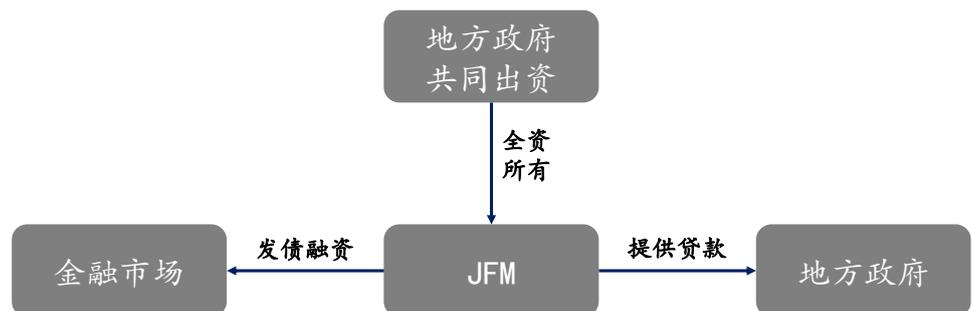


资料来源：JFM，国海证券研究所

注：政府特定城市是指人口超过 50 万的城市，这些城市可管理社会福利、食品安全、城市规划等原本由都道府县负责的事务。

JFM 从金融市场融资后贷给地方政府。JFM 通过在市场上发行低息的、最长期限可达 40 年的各类期限债券进行融资，然后将资金专门贷给地方政府，原则上每一笔地方借款必须得到内务大臣或都道府县知事同意。

图 3：JFM 运行基本原理



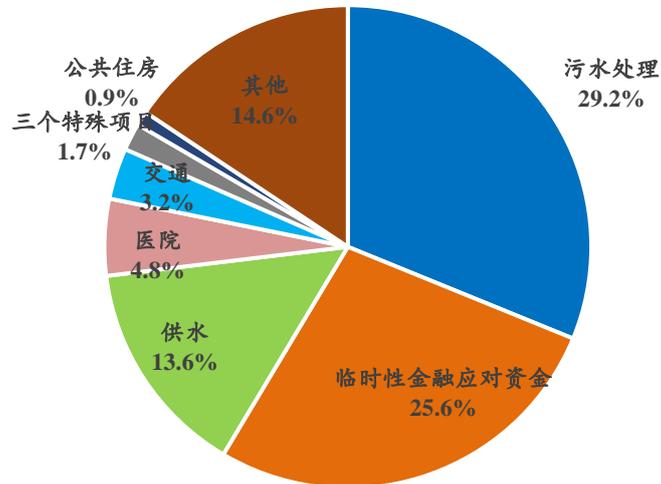
资料来源：JFM，国海证券研究所

在风控上，JFM 要求至少留存 180 亿美元作为利率波动准备金，同时要求久期缺口不超过 2 年。**在降低利息成本方面**，JFM 从地方政府运营的各种比赛项目（赛马、自行车、摩托车和快艇）中获得部分收入，直接用于降低贷款利率。**在信用评级方面**，JFM 因政府背书，同时受中央、地方、监管机构、审计机构共同约束管理，国际评级机构将 JFM 的评级与日本主权评级等同。

JFM 贷款主要用于公共服务。截至 2022 年 3 月，JFM 发行债券融资余额为 1642

亿美元，给地方政府贷款余额 1924 亿美元，占地方债务的 17.2%，留存利率波动准备金余额 236 亿美元，久期缺口为 0.32 年。JFM 给地方政府贷款主要用于公共服务，截至 2022 年 3 月底，污水处理是最大的 JFM 贷款类别，占贷款总额的 29.2%。

图 4: JFM 地方贷款使用情况 (2022 年 3 月 31 日)



资料来源: JFM, 国海证券研究所

2.2、法国各级地方政府建立偿债准备金制度

法国允许地方政府自主融资。法国的典型的单一制国家，实行中央、大区、省和市镇四级行政管理体制，各级地方可自主举债，主要通过银行借款或发债的方式筹措资金。1982 年法国政治体制改革以前，地方政府举债主要形式是银行借款，只有在中央政府特许的情况下才允许发行政府债券。1982 年后，地方政府自主权扩大，省级政府不需中央政府批准即可自主决策发行地方政府债券。

严格监管。地方虽然可以自主融资，但中央政府依靠议会、审计法院、财政部、财政部派驻各地的财政监督机构对地方负债和财政状况进行直接监管。对于议会，一方面通过对财政预算草案的审查批准进行法律性和事前性的监控，另一方面议会专门委员会和议会委托的审计法院根据预算对政府部门和事业单位的支出进行审计监督。对于审计法院，法国审计法院是一个独立的国家机构，主要任务是协助议会和政府监督财政法律法规的执行，检查中央和地方政府各部门以及国有企业 and 事业单位（如学校、医院等）的会计账目等。对于财政部，国库司是法国财政部最重要的职能部门之一，而隶属于国库司的“债务管理中心”的主要职责是对各级政府的资产和负债情况进行日常监督和管理，提出和实施政府债券具体运作的政策和措施等，确保各级政府债务能够及时偿还和履行对欧盟承担的义务等。对于财政部派驻各地的财政监督机构，他们负责对各级地方政府的财政运行状况和负债情况适时进行监督和检查，一旦发现问题，及时向地方政府提出意见并向上级财政部门汇报。对于金融机构，在实际融资操作中，各级地方政府融资需要在银行开设专门账户，银行代替政府出面发行债券进行债务融资，一旦地方财政运行出现风险，银行就会向地方政府提出警告，并停止为地方政府举债提供各种直接和间接代理服务。

在偿债方面，地方政府偿债资金来源主要包括地方税收、中央对地方政府各类转移支付、发行新的地方政府债券（借新还旧）、偿还准备金等。

为防范债务风险，法国各级地方政府均建立了偿债准备金制度。当地方不能偿还到期债务时，可先从偿债准备金中支付，以降低债务风险对地方正常财政运行的冲击。同时偿债准备金的设置也对地方政府扩张债务的行为产生了一定的约束。

2.3、美联储创建新金融工具助力化解银行业危机

美联储快速加息，三家银行破产倒闭。2022年3月以来，为了抵抗通胀，美联储连续10次加息、累计加息幅度达500BP，将联邦基金目标利率由2022年3月之前的0.25%迅速提升至2023年5月的5.25%，为2006年6月至2007年8月以来的最高水平。大幅快速加息冲击部分银行资产负债表，3月10日，美国加州金融保护和创新部宣布关闭美国硅谷银行；3月12日，美国监管机构以“系统性风险”为由，宣布关闭签名银行；5月1日，美国加利福尼亚州金融保护和创新局宣布关闭第一共和银行，由银行业监管机构联邦储蓄保险公司接管。根据美国联邦储备委员会资料，截至2022年底，第一共和银行资产规模在美国商业银行中排名第14位，硅谷银行和签名银行则分别排在第16位、第29位，两个多月以来存款规模均超千亿美元的三家银行相继破产倒闭，使得大量储户恐慌性提款，危机不断蔓延到其他区域银行。

表 2：2022 年 3 月以来，美联储快速加息

美联储加息时间	联邦基金目标利率 (%)	变化幅度 (BP)
2022-03-17	0.50	25
2022-05-05	1.00	50
2022-06-16	1.75	75
2022-07-28	2.50	75
2022-09-22	3.25	75
2022-11-03	4.00	75
2022-12-15	4.50	50
2023-02-02	4.75	25
2023-03-23	5.00	25
2023-05-04	5.25	25

资料来源：Wind，国海证券研究所

美联储采取三方面举措来稳定市场。一是联邦存款保险公司（Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC）直接介入，对银行进行接管，优先保障所有存款人财产安全，防止对银行系统的进一步挤兑。二是推出了新的金融工具——银行定期融资计划（Bank Term Funding Program, BTFP），为符合条件的银行提供流动性支持，以确保他们有资金能力满足所有储户的取款等需求。三是积极沟通稳预期稳信心，除了已发布的实际政策之外，美联储还频繁发布已采取的干预措施等公开信息，稳定民众信心。

BTFP 是美联储化解银行危机而创设的新型融资工具。为了减少因硅谷银行破产而对银行业形成的冲击，2023年3月12日美联储宣布紧急推出新的流动性工

具——银行期限资金计划(BTFP),旨在为美国存款机构提供流动性支持。BTFP要求以美国国债、机构债和抵押贷款支持证券等资产的面值计算资产价值来进行抵押,向银行、储蓄协会、信用合作社等存款机构提供最长一年的贷款,借款利率为固定利率,为一年隔夜指数掉期利率加上10BP。同时,美国财政部将动用外汇稳定基金为BTFP提供250亿美元的信用保护。

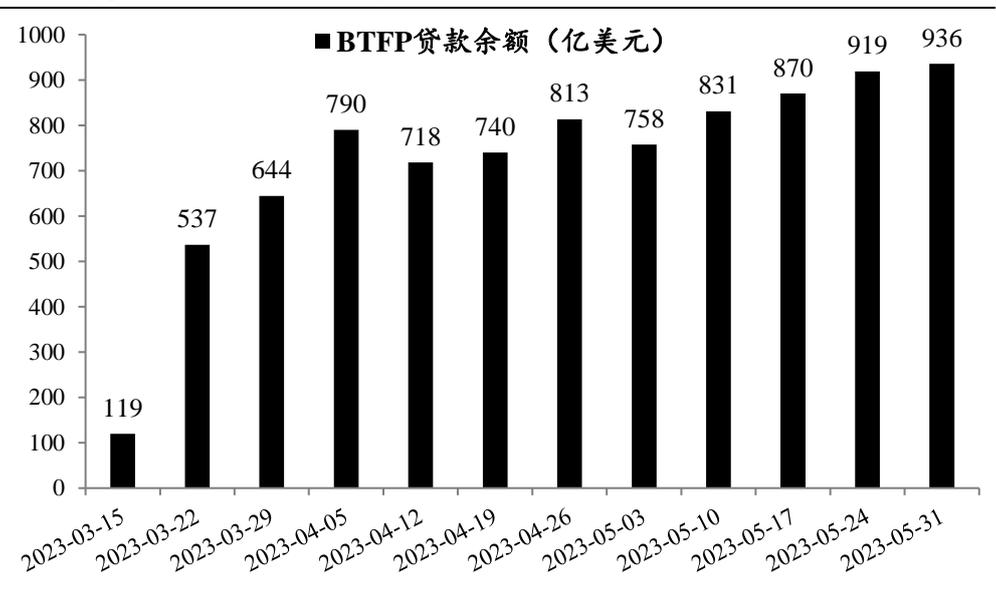
表 3: 美联储 BTFP 工具介绍

类别	内容
借款人资格	银行、储蓄协会、信用合作社、外资行美国分支机构等任何有资格获取一级贷款(primary credit)的存款机构
借款利率	一年隔夜指数掉期利率+10BP, 固定利率
抵押物	美联储能在公开市场购买的抵押品, 如美国国债、机构债和抵押贷款支持证券
抵押物估值	票面价值的 100%
贷款期限	最长 1 年期限
计划持续时间	2024 年 3 月 11 日
项目信用保护	财政部利用 250 亿美元的外汇稳定基金提供信用保护

资料来源: 美联储, 国海证券研究所

在 3 月 15 日当周, 美联储 BTFP 只提供了 119 亿美元贷款, 但贷款规模迅速增加, 3 月 22 日当周增至 537 亿美元。截至 5 月 31 日, 美联储通过 BTFP 提供的贷款为 936 亿美元。该工具既能缓解部分机构流动性压力, 又能为美债等资产增信, 避免机构在面临流动性压力时不得不折价出售这些优质资产而造成市场恐慌。

图 5: 美联储通过 BTFP 工具贷款余额变化



资料来源: 美联储, 国海证券研究所

3、中央坚持不救助才能督促地方恪守财政纪律

中央需要严格坚守不救助原则。对地方政府及其机构进行无条件的政府援助会加

大道德风险，相当于鼓励地方借款方不负责任的财政行为，以及贷款方轻率的放贷行为。中央坚持不救助原则，地方才会恪守财政纪律。

救助有规则。以法国为例，法律明确地方债务自己偿还，中央不会救助。当地方出现债务问题时，中央会代为偿还，但原有地方政府或议会解散，新的地方议会和政府选举成立后再通过增税计划逐步偿还有债务和中央代为偿还的资金。

以欧洲 20 个样本国家为例，虽然多数国家也坚持中央不救助原则，但仍会参与救助，因为中央政府通常被视为对下级政府政策负责，且因债务问题导致地方医疗、教育、交通等民生问题出现也不可接受。在 20 个样本国家中，所有的中央政府救助都有一定的规则，如财政整顿、地方官员丧失自治权、地方官员为债务问题甚至负法律责任、地方官员或审计员失去工作或被取代等。

表 4：欧洲样本 20 国中央政府救助规则

国家	救助资金来源	救助资属于贷款还是赠予	是否可以预防性干预?	是否强行财务整顿	是否丧失自主权	个人是否承担责任
奥地利	中央和州政府	不救助	是	是	是	是
比利时	地区	瓦隆：赠予 布鲁塞尔：贷款 佛兰德斯：不救助	法兰德斯：是 瓦隆纳：否	是	是	法兰德斯：否 瓦隆纳：否
保加利亚	中央政府	贷款	否	是	是	否
捷克	中央政府	赠予	是	是	是	否
丹麦	中央政府	都有	是	是	是	否
英国	不确定	——	是	是	是	是
爱沙尼亚	中央政府	赠予	是	是	是	否
芬兰	中央政府	赠予	2015 年前“否”	是	是	是
法国	中央政府	不救助	是	是	是	否
德国	州	赠予	是	是	是	是
希腊	其他地方政府	贷款	是	是	是	否
匈牙利	中央政府	都有	2012/2014 年前“否”	是	是	否
爱尔兰	中央政府	赠予	是	是	是	否
意大利	中央政府	都有	2011 年后“是”	是	是	是
荷兰	其他地方政府	赠予	是	是	是	否
波兰	中央政府	贷款	是	是	是	是
葡萄牙	地方政府	赠予	2013 年开始“是”	是	是	否
西班牙	中央政府	都有	2012/2013 年开始“是”	是	是	否
瑞典	中央政府	赠予	否	是	是	是
瑞士	州	不救助	是	是	是	各州不同

资料来源：Geissler R. 《Preventing local government defaults: no-bailout policy and its alternative》，国海证券研究所

4、风险提示

经济超预期波动，新冠病毒变异风险，地缘政治风险，产业政策不确定性，国际经验适用性风险等。

【政策研究小组介绍】

夏磊，国海证券首席经济学家、首席政策&地产分析师。

【分析师承诺】

夏磊，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R2，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。